

第一生命経済研究所レポート selection

2016年5月18日

団体年金事業部

2016年1-3月期四半期別GDP速報（1次速報値）

～予想上振れも、うるう年要因を除けば弱い結果。4-6月期はマイナス成長の可能性大～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の新家主席エコノミストによる「2016年1-3月期四半期別GDP速報（1次速報値）～予想上振れも、うるう年要因を除けば弱い結果。4-6月期はマイナス成長の可能性大～」をお届けいたします。（別添参照）

以上

2016年1-3月期四半期別GDP速報（1次速報値） 発表日：2016年5月18日（水）
～予想上振れも、うるう年要因を除けば弱い結果。4-6月期はマイナス成長の可能性大～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○ うるう年要因を除けば前期比年率+0.5%成長か。景気停滞持続を再確認する結果

本日内閣府から公表された2016年1-3月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率+1.7%（前期比+0.4%）¹と、事前の市場予想（前期比年率+0.3%）を大幅に上回る結果となった。予想の上限に近かった筆者予想（+1.4%）をも上回るポジティブサプライズである。

大きなプラス成長ではあったが、冷静に見ればやはり弱い結果との評価が妥当と思われる。今回の高成長は、うるう年による日数増の要因によって見かけ上押し上げられており（前期比年率で+1.2%Pt程度の押し上げと試算される²）、この押し上げ分を除けば前期比年率+0.5%の小幅増にとどまる。15年10-12月期が前期比年率▲1.7%とはっきりとしたマイナス成長だった後にもかかわらず、1-3月期もこの程度ということであれば、弱い結果という評価で問題ない。成長の内訳をみても、個人消費はうるう年要因を除けば横ばい、設備投資は前期比▲1.4%、住宅投資が前期比▲0.8%など、民間内需の弱さが目立つ結果となっている。在庫調整の進捗が遅れており、今後調整余地を残した形になっている点も悪材料だ。事前予想が控えめ過ぎた分、強い印象を受けるが、決して良好な結果ではない。むしろ、日本経済の停滞が持続していることを改めて確認する結果ではないだろうか。

同時に公表された15年度の成長率は+0.8%と2年ぶりのプラス成長となった。もっとも、ゲタを除いた成長率では▲0.2%とマイナスである。四半期での推移をみても、15年4-6月期が前期比年率▲1.7%、7-9月期が+1.6%、10-12月期が▲1.7%、そして今回の16年1-3月期が+1.7%で、うるう年要因を除けば+0.5%である。まさに「一進一退」といった数字であり、「景気は緩やかな回復を続けている」という日銀・政府の主張が妥当とは思えない。C Iの悪化度合いが小さい分、景気が後退局面と認定されるかどうかは微妙なところだが、「踊り場」にせよ「後退」にせよ、景気の停滞感が非常に強い状態であることは間違いないだろう。

○ 需要項目別の動向

個人消費は前期比+0.5%と2四半期ぶりに増加した。ただし、うるう年要因によって0.5%Pt程度押し上げられているとみられ、実態としては前期比で横ばい程度と考えられる。15年10-12月期に前期比▲0.8%と大幅に落ち込んだ後にもかかわらず、実態としては反発は全くみられておらず、消費が依然として停滞を続けていることが示されている。

¹ GDP統計では、季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も毎回改定される。14年1-3月期が前期比年率+5.5%（改定前+5.2%）、4-6月期が▲8.1%（改定前▲7.9%）、7-9月期が▲2.7%（改定前▲2.5%）、10-12月期が+2.1%（改定前+2.2%）、15年1-3月期が+5.4%（改定前+4.6%）、4-6月期が▲1.7%（改定前▲1.4%）、7-9月期が+1.6%（改定前+1.4%）、10-12月期が▲1.7%（改定前▲1.1%）などとなった。全体として改定幅はさほど大きくなく、符号の逆転も見られない。景気認識に変更を迫るものではなかった。

² 詳しくは、2015年2月10日発行のEconomic Trends「『うるう年』と個人消費」をご参照ください。

消費増税後に大幅に落ち込んだ後、2年近く底這い状態が続くなど、個人消費の低迷は深刻だ。消費増税によって実質賃金の水準が切り下がり、その後の戻りも鈍いことに加え、消費増税後に節約志向が強まったことや食料品価格の高止まりによる支出抑制などが影響していると思われる。現在もなお、消費者の生活防衛色が和らぐには至っていない。

なお、日本銀行が試算を始めた消費活動指数³では、1-3月期は前期比▲0.1%と、10-12月期の同▲0.4%に続いて2四半期連続の減少となっている。旅行収支調整済の値でも、1-2月平均の値は10-12月期を0.2%Pt下回る（10-12月期：前期比▲0.5%）。また、消費税率引き上げ後に個人消費が水準を切り下げ、その後は底這い状態が続いているという状況は、旅行収支調整済の消費活動指数からも見て取れる。多少の差こそあるものの、GDPでみようが消費活動指数でみようが、増税後の個人消費が停滞を続けているという事実は変わらない。

内需のもう一つの柱である設備投資は前期比▲1.4%と落ち込んだ。設備投資は15年7-9月期、10-12月期と2四半期連続で増加していたが、1-3月期は足踏みとなっている。ただ、設備投資計画や機械受注などの関連指標では、1-3月期の段階で設備投資の絞り込みに動いている様子は確認できていない。今回の減少は、企業が設備投資意欲を減退させたことの現れというよりは、過去2四半期に増加した反動の側面の方が強いものと思われる。

もっともそれは、あくまで「1-3月期の段階では」という話である。設備投資を取り巻く環境には逆風が吹きつつあり、先行きについてはやはり下振れを見ておく方が良いだろう。これまでは高水準の企業収益が投資を支えているといわれてきたが、15年10-12月期には企業収益が減少に転じ、16年1-3月期は円高進行の影響も加わってさらに悪化ペースが加速した模様である。こうした企業業績の悪化に加え、景気の先行き不透明感も依然強く、企業が投資の手控え、先送りに動く可能性は高いといえるだろう。設備投資の先行きは慎重に見た方が良い。

住宅投資は前期比▲0.8%と2四半期連続で減少した。1-3月期の住宅着工戸数は前期比でプラスとなったが、GDPの住宅投資は進捗ベースでカウントされるため、過去の着工減の影響を受ける形でマイナスになっている。また、公共投資は前期比+0.3%と微増だった。過去2四半期は前期比▲2.2%、▲3.5%と大幅に落ち込んでいたが、ようやく下げ止まりつつあるようだ。なお、先行指標である公共工事前払金保証統計が4月に急増するなど、公共投資の前倒し執行の影響が出始めている模様であり、4-6月期についてはプラスに転じる可能性が高いだろう。

在庫投資も前期比寄与度0.0%Pt（前期比年率0.0%Pt）とニュートラルだった。GDPの在庫は15年1-3月期に前期比年率で+2.3%Pt、4-6月期に+1.3%Ptと在庫積みあがりが見られた。7-9月期以降は小幅ながらマイナス寄与となり、在庫調整が徐々に進捗しているとみられていたが、16年1-3月期は調整が足踏みする形になっている。15年前半の積みあがりに比べて、それ以降の抑制具合は小さく、在庫調整は道半ばと考えるべきだろう。調整余地は依然残っているため、先行き、在庫のマイナス寄与が成長率を押し下げ要因となる可能性に注意が必要だ。

内需が低調に推移する一方で、成長率の押し上げ要因になったのが外需である。輸出は前期比+0.6%と2四半期ぶりに増加した一方、内需の停滞を受けて輸入が前期比▲0.5%と2四半期連続で減少した結果、外需寄与度は前期比+0.2%Pt（前期比年率+0.8%Pt）と成長率を押し上げた。

³ 消費活動指数は、基礎統計に家計調査を用いず、販売側の統計をもとに作成されているため、家計調査のサンプル要因による振れの影響を受けないという特徴を持つ。

輸出については、財輸出が前期比+0.8%と増加したことに加え、訪日外国人の増加が引き続き押し上げ要因になっており、非居住者家計の国内での直接購入は前期比+12.9%と非常に高い伸びとなっている（輸出を+0.4%Pt押し上げ）。財輸出を地域別に見ると、中国を含むアジア向けが引き続き停滞した一方、欧州向けが好調で全体を押し上げた模様。ただし、欧州向けについては、船舶等の一時的と思われる要因で押し上げられた面が強く、持続性には疑問が残る。輸出が持ち直しているというよりは、一進一退の動きを続けているとの評価が妥当と思われる。また、外需寄与度のプラスには、輸入減によって押し上げられた面もあり、外需による成長率押し上げを過大評価することは避けるべきだろう。

○ 4-6月期はマイナス成長の可能性大

以上の通り、16年1-3月期はうるう年の影響を除けば小幅プラス成長にとどまり、足元の景気停滞感の強さを再確認させる結果になった。

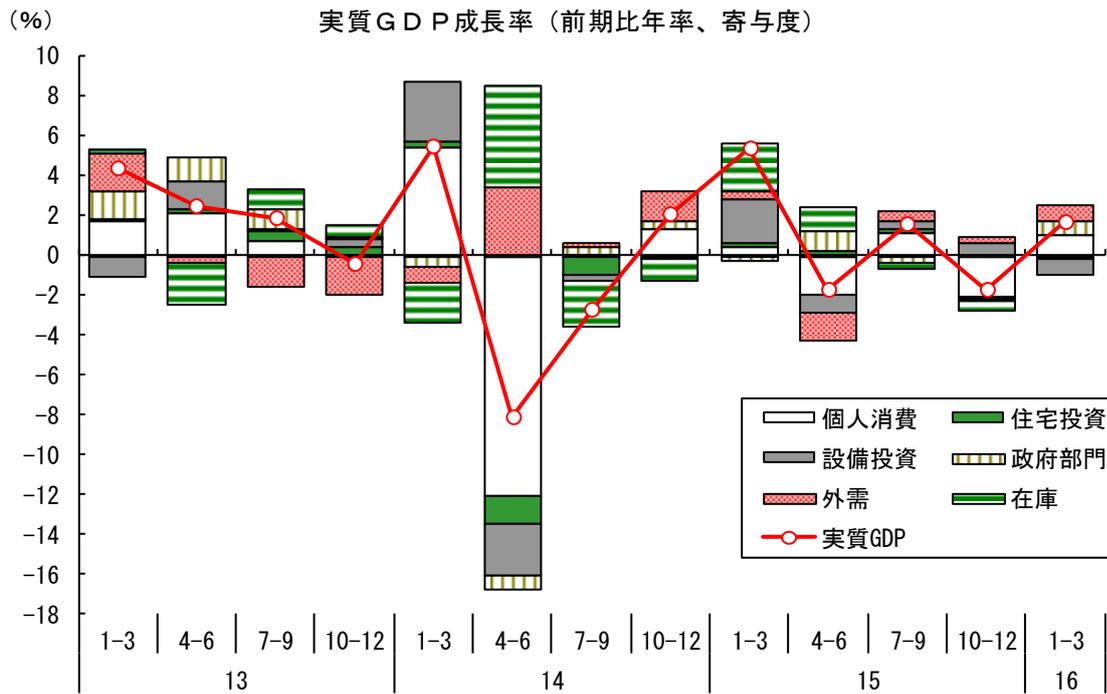
4-6月期についても厳しい状況が続くだろう。期待された賃上げも不発に終わるなか、賃金の伸びは引き続き低いものにとどまるとみられ、個人消費が持ち直す展望は描けない。また、設備投資も前述のとおり下振れリスクを抱える状況であるほか、輸出についても、海外経済に力強さが欠けるなか回復は期待薄だろう。4-6月期も牽引役不在の状況に大きな変化はないとみられる。

このように、そもそもの景気が停滞していることに加え、4-6月期はうるう年要因の剥落という技術的な要因も成長率の下押し要因になる。1-3月期とは逆に、実態以上に成長率が低く算出されるということだ。この要因も考慮すると、4-6月期はマイナス成長になる可能性が高いと思われる。

図表 実質GDPの推移

	15年				16年	当社事前予想
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
実質GDP	1.3	▲ 0.4	0.4	▲ 0.4	0.4	0.4
(前期比年率)	5.4	▲ 1.7	1.6	▲ 1.7	1.7	1.4
内需寄与度	1.2	▲ 0.1	0.3	▲ 0.5	0.2	0.1
(うち民需)	1.3	▲ 0.3	0.4	▲ 0.5	0.1	0.0
(うち公需)	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	0.0	0.2	0.1
外需寄与度	0.1	▲ 0.3	0.1	0.1	0.2	0.3
民間最終消費支出	0.2	▲ 0.8	0.5	▲ 0.8	0.5	0.5
民間住宅	2.1	2.2	1.7	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 1.0
民間企業設備	3.8	▲ 1.6	0.7	1.2	▲ 1.4	▲ 0.8
民間在庫品増加(寄与度)	0.6	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.3	0.5	0.2	0.7	0.7	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.8	3.0	▲ 2.2	▲ 3.5	0.3	▲ 0.2
財貨・サービスの輸出	2.2	▲ 4.8	2.6	▲ 0.8	0.6	1.1
財貨・サービスの輸入	1.5	▲ 2.6	1.7	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.3
名目GDP	2.0	▲ 0.1	0.7	▲ 0.2	0.5	0.6
(前期比年率)	8.2	▲ 0.6	2.9	▲ 0.7	2.0	2.6
GDPデフレーター(前年比)	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9	0.9

(出所)内閣府「国民経済計算」
※断りの無い場合、前期比(%)



（出所）内閣府「国民経済計算」